

## *Financiarización del régimen de acumulación en Argentina. Un análisis del período 2016-2018*

### *Financialization of the accumulation regime in Argentina. An analysis for 2016-2018*

**Agustín Montecchia<sup>\*</sup>, Sebastián Valdecantos<sup>\*\*</sup>**

#### RESUMEN

Este trabajo analiza, desde una perspectiva regulacionista, las características del régimen de acumulación emergente en la economía argentina a partir de la asunción del gobierno nacional por parte de la alianza Cambiemos desde diciembre de 2015. Mediante su análisis, se argumenta que con el cambio de gobierno efectivamente se produjo un cambio en el modo de regulación, que presentó características propias de lo que la literatura especializada denomina régimen de acumulación financiarizado o impulsado por las finanzas. Ciertamente, la forma institucional moneda y el sistema financiero volvieron a ocupar el lugar jerárquico de la configuración institucional, como en la etapa del régimen rentístico financiero del último cuarto del siglo XX, subordinando a la relación salarial, que había recobrado un rol protagónico durante el régimen de la post convertibilidad. El trabajo profundiza en la forma y en la lógica de funcionamiento que adoptaron el sistema financiero y la relación salarial que se describen, las especificidades del proceso de financiarización en Argentina, y concluye que se trató de una financiarización subordinada al ingreso de divisas .

Palabras clave: Argentina, financiarización, régimen de acumulación, divisas.

---

<sup>\*</sup> Licenciado en Economía por la Universidad Nacional de Mar del Plata. Investigador del Centro de Investigaciones Económicas y Sociales, Facultad de Ciencias Económicas y Sociales, Universidad Nacional de Mar del Plata. Maestrando en Historia Económica y de las políticas económicas, Facultad de Ciencias Económicas, Universidad de Buenos Aires.

<sup>\*\*</sup> Doctor en Economía por la Universidad Paris Sorbonne-Cité, docente en la Universidad Nacional de San Martín y en la Universidad Nacional de Mar del Plata.

## ABSTRACT

This paper analyzes, from a regulationist approach, the emerging accumulation regime in the Argentine economy from the assumption of *Cambiamos* to the national government since December 2015. It is intended to argue that the government change effectively produced a breakdown in the mode of regulation and that the direction it assumed presented its own characteristics of a finance-led regime of accumulation. Certainly, the institutional form of money and the financial system returned to occupy the hierarchical place of the institutional configuration, as in the stage of the financial rent regime of the last quarter of the 20th century, subordinating the wage relationship, which had regained a leading role during the post-convertibility regime. Thus, by the form and operating logic adopted by the financial system and the wage relationship, the specificities of the financialization process that took place in Argentina are described, concluding that it was a subordinated financialization to the entry of foreign exchange.

Keywords: Argentina, financialization, accumulation regime, foreign exchange.

Fecha de recepción: 23 de marzo de 2020

Fecha de aceptación: 26 de mayo de 2020

## *Introducción*

Este trabajo analiza, desde una perspectiva regulacionista, las características que adoptó el régimen de acumulación en la economía argentina a partir de la asunción del gobierno nacional por parte de la alianza *Cambiamos* desde diciembre de 2015. Mediante su análisis, se pretende argumentar que con el cambio de gobierno se produjo una transformación en el modo de regulación de la economía, y que la dirección que asumió el mismo adquirió características propias de lo que la literatura especializada denomina régimen de acumulación financiarizado o impulsado por las finanzas (Becker, Jager, Leubolt y Weissenbacher, 2010; Boyer, 2000; Chesnais, 2003; Stockhammer, 2012).

Las políticas económicas impulsadas desde el comienzo de la gestión del gobierno de *Cambiamos*, conjuntamente con los cambios regulatorios e institucionales, rápidamente fueron transformando el modo de regulación de la economía dando lugar a un cambio en las jerarquías de las formas institucionales. Ciertamente, la forma institucional moneda y el sistema financiero volvieron a ocupar el lugar jerárquico de la configuración institucional, al igual que en la etapa del régimen rentístico financiero del último cuarto de siglo XX (Basualdo, 2001; Neffa, 1998), subordinando a la

forma institucional Estado y por sobre todo a la relación salarial, que habían recobrado un rol protagónico durante el régimen de la post convertibilidad (Chena, Panigo, Wahren y Bona, 2018; Neffa, 2012). Entonces, profundizando en la forma y en la lógica de funcionamiento que adoptaron el sistema financiero y la relación salarial, se describen las especificidades del proceso de financiarización que tuvo lugar en la Argentina en el período 2016-2018.

En tanto, el análisis de estas especificidades permite determinar que el proceso de financiarización adoptó una forma particular, caracterizada por su subordinación al flujo positivo de divisas provenientes del endeudamiento externo y del ingreso de capitales financieros de corto plazo, que si bien en Argentina aparece como un fenómeno nuevo en este siglo, autores como Kaltenbrunner y Paineira (2018) ya lo han descripto para distintos países de la región que adoptaron regímenes de metas de inflación como marco de referencia de la política monetaria. Este proceso en particular dio lugar a un cambio en el comportamiento de los bancos locales, que por un lado permitió el incremento del crédito destinado a los hogares, pero por el otro no mejoró las condiciones del crédito de largo plazo destinado a la producción, situación semejante a la que describe gran parte de la literatura sobre la financiarización en la periferia (Guzman, Baltazar y Rosas, 2018; Kaltenbrunner y Paineira, 2018).

Por su parte, en la relación salarial, se observa una tendencia hacia la flexibilización y precarización, en donde los ingresos de los asalariados vieron deteriorado su poder de compra, al igual que los haberes de los jubilados y pensionados (Neffa, 2017; Montecchia, 2018). Sin embargo, esta pérdida de poder adquisitivo logró ser compensada, al menos parcialmente, por el endeudamiento de las familias dando lugar a un fuerte crecimiento del consumo durante el año 2017 y el primer trimestre de 2018, que permitió el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) en ese período, configurando un régimen de crecimiento impulsado por las finanzas.

Pero tal es la naturaleza subordinada del proceso de financiarización al ingreso de divisas, que desde que los mercados financieros internacionales clausuraron el financiamiento externo al país durante los primeros meses de 2018, el proceso de crecimiento económico se detuvo. El régimen emergente entró en crisis, el crédito se desplomó y la consecuencia fue la implementación de un plan de ajuste estructural ejecutado bajo supervisión del Fondo Monetario Internacional (FMI, 2018).

Este trabajo se estructura en cuatro secciones incluyendo esta introducción. En la segunda sección se abordan los antecedentes teóricos acerca de la financiarización con énfasis en las manifestaciones del

fenómeno en la periferia. En la tercera sección se analiza el caso particular de la economía argentina a partir de diciembre de 2015 a través del estudio de las formas institucionales moneda y sistema financiero, primero, y de la relación salarial, después. Por último, se brindan unas reflexiones finales.

### *Antecedentes teóricos de la financiarización: sus manifestaciones en la periferia*

El término financiarización comenzó a utilizarse desde la década de 1990 para referir al ascenso de las finanzas y su protagonismo creciente en la economía global. Pero no fue hasta después de la explosión de la crisis de 2008 que el término comenzó a emplearse de forma masiva por autores de distintas corrientes de pensamiento vinculados a la heterodoxia económica. Pero así como la crisis tuvo su epicentro en los países centrales, la mayor parte de la literatura desarrollada al respecto abordó las implicancias de la financiarización en los países del norte global (Boyer, 2009 y 2014; Duménil y Lévy, 2011; Lapavistas, 2009; Orhangazi, 2008; Stockhammer, 2012), mientras que los trabajos enfocados en la periferia ocuparon un lugar secundario, aunque con un protagonismo creciente en los últimos tiempos (Becker et al., 2010; Kaltenbrunner y Paineira, 2018; Miotti, 2018), y a los que se pretende contribuir con este trabajo.

Entre las distintas corrientes de pensamiento que abordan el concepto de financiarización se destacan la economía política marxista, las aproximaciones post keynesianas y la escuela de la regulación (Bonizzi, 2013). Si bien los límites son difusos, y no existe un acuerdo generalizado, a menudo se cita la definición de Epstein (2005) por ser la más amplia y abarcadora que relaciona a la financiarización con

el papel creciente jugado por motivaciones financieras, mercados financieros, agentes financieros e instituciones financieras en el funcionamiento de la economía nacional e internacional. (p.3)

Dentro de la economía política marxista, una línea de pensamiento vincula a la financiarización con un proceso de acumulación productiva bloqueada, donde en determinado momento las oportunidades de inversión productiva no resultan suficientemente rentables y el capital es orientado hacia las inversiones financieras que ofrecen mayor rentabilidad (Arrighi, 1999), dando lugar a una expansión de los activos financieros en detrimento de la inversión en la economía real. A su vez, según Becker et al. (2010) dos formas de financiarización pueden distinguirse basándose en la

conceptualización marxista: una “basada en el despegue del circuito secundario del capital ficticio, y una financiarización basada en el capital prestable a interés” (p. 228). El primer tipo refiere a aquella financiarización basada en la inflación de activos financieros y que resulta más común en los países anglosajones, mientras que la segunda forma hace referencia a los ingresos crecientes en concepto de altas tasas de interés que se presenta en mayor medida en los países periféricos.

La aproximación poskeynesiana, por su parte, entiende a la financiarización como resultado de los cambios institucionales llevados a cabo desde la década de 1970 tendientes a desregular los sistemas financieros, el mercado de trabajo, el mercado de cambios y la apertura a los flujos de capital. Se argumenta que estas medidas de corte neoliberal trajeron un cambio en las relaciones de fuerza entre el trabajo y el capital a favor de este último, generando una disminución en la participación del ingreso de los asalariados y un incremento de la desigualdad de ingreso y riqueza a nivel personal. Sin embargo, autores como Stockhammer (2012), afirman que a pesar del estancamiento de los salarios y de la distribución regresiva del ingreso, las pautas de consumo de los hogares no se modificaron, sino que por el contrario, tendieron a aumentar, pero ya no a través de incrementos en los salarios reales como en el período fordista, sino por medio del endeudamiento de los hogares. De esta forma, y principalmente en los países anglosajones, el consumo impulsado por el endeudamiento se volvió el motor principal de la demanda agregada, compensando la caída de la inversión, y dando lugar a un régimen de crecimiento impulsado por el endeudamiento (*debt-led regime*).

Por su parte, los teóricos de la regulación han sido unos de los pioneros en abordar la cuestión referida a la financiarización. Sus planteos argumentan que luego de la crisis del régimen de acumulación fordista en la década de 1970, distintos regímenes se presentaron como alternativos, pero que a partir de la década de 1990 se fue consolidando lo que ellos denominan régimen de acumulación financiarizado o impulsado por las finanzas (Aglietta, 2000; Boyer, 2000; Chesnais, 2003; Jessop, 2013).

En este sentido, Boyer (2000) presenta un modelo teórico y abstracto de un régimen de acumulación impulsado por las finanzas, y sugiere que su forma pura solo se encuentra en las economías anglosajonas. En ellas este tipo de regímenes se caracteriza por la emergencia de un nuevo modo de regulación, comúnmente llamado *nueva economía*, que combina “flexibilidad del mercado laboral, estabilidad de precios, el desarrollo de sectores de alta tecnología, auge del mercado de valores y crédito para

sostener el rápido crecimiento del consumo, y un optimismo permanente de las expectativas de las firmas” (p.16).

Becker et al. (2010) presentan una perspectiva más concreta para los países periféricos desde la teoría de la regulación. Afirman que los distintos regímenes de acumulación pueden caracterizarse teniendo en cuenta tres ejes principales de acuerdo a la forma que adopte el proceso de acumulación: productiva o financiarizada, extensiva o intensiva, y extrovertida o introvertida. Al poner énfasis en el primer eje, encuentra que cuando la acumulación es financiarizada, es decir que la inversión se destina crecientemente a la esfera financiera, se encuentran dos modalidades: una basada en la expansión de los activos financieros y otra en los altos diferenciales entre las tasas de interés pasivas y activas.

Según los autores, la forma que adopta la financiarización en la periferia es extremadamente dependiente de los ingresos de capitales externos, y por ello las políticas económicas son diseñadas para atraer. Así, con el argumento de la lucha contra la inflación se permite legitimar altas tasas de interés que atraen capitales de corto plazo, que a su vez producen una sobrevaluación del tipo de cambio que va en contra de la depreciación de los activos financieros. De esta forma el capital financiero puede apropiarse de una porción considerable del plusvalor creado en la economía, pero rápidamente estas políticas manifiestan su contradicción. Las capacidades productivas son erosionadas por las altas tasas de interés, la cuenta corriente se deteriora por la apreciación del tipo de cambio, la deuda externa crece, y cuando los inversores financieros observan los desequilibrios crecientes dejan de ingresar y comienza el proceso de fuga masiva que hace colapsar el modelo (Salama, 2001).

También desde una visión regulacionista, Miotti (2018) se propone indagar si efectivamente las economías de los países latinoamericanos se encuadran dentro del concepto de régimen de acumulación financiarizado o patrimonial, descrito por Boyer (2000) y Aglietta (2000) para algunos países centrales. Sus resultados concluyen que si bien una parte importante de las formas institucionales de este tipo de regímenes fueron adoptadas por los países latinoamericanos como producto de su inserción subordinada a la globalización financiera, éstas dieron lugar a un modo de regulación que se combina y superpone con las formas rentísticas, expresando finalmente un régimen de acumulación híbrido. En este tipo, descubre que la forma institucional jerárquica es la inserción internacional y no la moneda como supondría un régimen financiarizado. Además, Miotti concluye que la financiarización en la periferia generalmente impulsa reformas institucionales

en un principio favorables a la acumulación y al crecimiento pero, simultáneamente, eliminando la restricción a corto plazo sobre la balanza de pagos, engendra la posibilidad de la aparición de burbujas financieras que a la larga llevan a crisis (p.87).

Por lo general, el rasgo común de todos aquellos autores que abordan el fenómeno de la financiarización en la periferia se relaciona con la integración subordinada de los países al sistema financiero internacional. En ese sentido, Kaltenbrunner y Paineira (2018) observan que esta integración financiera subordinada conduce a un cambio en el comportamiento y prácticas de los actores económicos latinoamericanos; por un lado los bancos centrales se ven obligados a acumular reservas internacionales para hacer frente a los vaivenes de los mercados financieros internacionales y la emisión monetaria debe ser esterilizada con instrumentos de corto plazo dando lugar a una financiarización de los bancos locales y de los hogares. Y por otro lado, la creciente vulnerabilidad externa de las economías capitalistas emergentes intensifica la financiarización de las corporaciones no financieras, que se vuelven más activas en los mercados de capitales, en principio para protegerse de los movimientos adversos en las cotizaciones del tipo de cambio, pero luego se consolidan como una actividad especulativa.

En el mismo sentido, Powell (2013) advierte que la forma que adquiere la financiarización en la periferia es teorizada bajo el concepto de *subordinada*. Así, su definición afirma que:

La financiarización subordinada implica la subyugación de políticas monetarias internas a los imperativos del capital internacional; el giro de las corporaciones nacionales a mercados globales que requieren participación en derivados; la asunción de riesgo de mercado y entrega de ganancias a inversionistas extranjeros; y el consumo financiado por la deuda de una élite que busca mantener su riqueza en dinero mundial. (p. 3)

### *Financiarización del régimen de acumulación en Argentina, 2016-2018*

La hipótesis que sostiene este trabajo afirma que en Argentina a partir de diciembre de 2015 comenzó a llevarse a cabo un cambio del modo de regulación con respecto al de la última etapa de la post convertibilidad, mediante el cual se alteraron las jerarquías de las formas institucionales, dando lugar a la emergencia de un régimen de acumulación que presentó características propias de un régimen de acumulación financiarizado.

De igual forma, el período post neoliberal, previo a la asunción del presidente Mauricio Macri, estuvo marcado por establecer una ruptura en el modo de regulación con respecto al heredado del régimen de la convertibilidad, en donde la jerarquía de las formas institucionales también se vio fuertemente modificada (De Angelis, Carvento y Roark, 2013). En efecto, luego de la crisis de 2001 y desde el abandono de la convertibilidad y la inmediata devaluación de la moneda, el régimen de acumulación que comenzó a consolidarse colocó al Estado y a la relación salarial en la cúspide de la configuración institucional, subordinando a la forma de la competencia y a la inserción internacional, aprovechando la mejora en los términos de intercambio por el alza de los precios en los *commodities* (Neffa, 2012).

Un análisis más detallado de la post convertibilidad (Chena et al. 2018), coincide que la crisis de 2001 y 2002 marcó un quiebre en el régimen de acumulación, que a su vez dio lugar a la consolidación de un nuevo modo de desarrollo vigente hasta 2015. Pero así como otros autores realizaron diversas conceptualizaciones del período en las cuales advierten que existieron etapas distintas (Damill y Frenkel, 2013; Kulfas, 2016; Manzanelli y Basualdo, 2016), Chena et al. (2018) sugieren que el modo de regulación de la post convertibilidad puede dividirse en tres etapas que son constitutivas de un mismo modo de desarrollo, a las que denominan: transición neomercantilista (2002-2004), regulacionismo a la Diamand (2004-2009), y keynesianismo social con restricción externa (2009-2015).

Desde esta perspectiva, el crecimiento económico durante la transición neomercantilista es explicado por el efecto riqueza post devaluatorio posibilitado por la pesificación asimétrica, que sumado a la instauración del corralito canalizó los fondos hacia el consumo de bienes durables por parte de las clases medias altas y media, dando un fuerte impulso inicial a la demanda. Recién a partir de finales de 2004, luego de la resolución de la disputa distributiva en favor de los trabajadores, se consolidó el cambio en la jerarquía de las formas institucionales, colocando a la relación salarial y al Estado en un lugar prioritario, y subordinando a la moneda (forma institucional jerárquica durante el modelo neoliberal) y a la inserción internacional, mientras que la forma de la competencia se mantuvo sin mayores alteraciones.

Sin embargo, la crisis financiera internacional de 2008 conjuntamente con la disputa del gobierno con las patronales agropecuarias por el reparto de la renta agraria, intensificó la fuga de capitales desde 2009 en adelante, a ello se sumó el deterioro de la balanza comercial por la caída de los términos de intercambio, dando lugar a la reaparición de la restricción externa característica de los ciclos de *stop and go*. Desde entonces, comenzó a



configurarse un nuevo modo de regulación con la centralidad en el Estado, donde la inversión pública social se convirtió en el motor de desarrollo y la administración de la escasez de las divisas en una característica central del último período de la post convertibilidad.

En resumen, luego de la transición mercantilista, en términos conceptuales se puede caracterizar al período como un régimen de acumulación impulsado por salarios (*wage-led*), donde la relación salarial mantuvo un rol jerárquico en la configuración institucional, pero cuando el régimen comenzó a mostrar sus limitaciones a partir del año 2010, el Estado tomó un rol más protagónico, al intentar sostener la dinámica de crecimiento a través de estimular la inversión pública social.

Retomando la tesis que sostiene este trabajo, se observa que la asunción de la alianza Cambiemos en 2015 trajo aparejado un profundo cambio en las formas institucionales, principalmente en el sistema financiero y en la relación salarial, y modificó nuevamente el modo de regulación. Desde entonces, luego de la contracción económica del año 2016, que se dio en simultáneo a la implementación de las principales reformas institucionales, el año 2017 inició un período de crecimiento económico que perduró hasta marzo de 2018 con características propias de un régimen de acumulación impulsado por las finanzas, donde el consumo privado volvió a ser el principal motor de la economía, pero en este caso, como se verá a continuación, debido a un fuerte incremento del crédito privado.

### *Forma institucional moneda, inserción financiera internacional y financiarización subordinada*

Tan pronto como el gobierno de la alianza Cambiemos asumió, comenzaron las medidas de política económica y los cambios regulatorios e institucionales en la economía argentina. En este sentido, el sistema financiero y monetario fue la forma institucional principalmente afectada por la cantidad de cambios introducidos, vislumbrando de forma temprana hacia donde se encaminaba la nueva configuración institucional y el nuevo modo de regulación de la economía. Según consta en el sitio web oficial del Banco Central de la República Argentina (BCRA) las medidas enumeradas a continuación, fueron tomadas con la finalidad de alcanzar sus objetivos estratégicos: estabilidad monetaria, estabilidad financiera -desarrollo y profundización del sistema financiero-, bancarización e inclusión financiera.

- Liberalización del mercado de cambios, Comunicación “A” 5850, 17 de diciembre de 2015.

- Desregulación de las tasas de interés, Comunicación “A” 5853, 17 de diciembre de 2015.
- Unidad de Valor adquisitivo (UVA): en abril de 2016 el BCRA dispuso la creación de esta nueva medida de valor.
- Régimen de metas de inflación: en septiembre de 2016 se anunció que a partir del 1 de enero de 2017 comenzaría a regir un régimen de metas de inflación, a la vez que se reafirmaba que el instrumento de política monetaria era la tasa de interés. Primero fue la tasa de las Letras del Banco Central (Lebac) y luego comenzar la tasa de pases del corredor bancario a siete días de plazo.
- Ingreso y egreso de capitales: en enero de 2017 el Ministerio de Hacienda derogó la obligación de permanencia por 120 días a los capitales ingresados al Mercado Único de Cambios de los no residentes en el país, por Resolución 1-E/2017.
- Eliminación de línea de créditos regulados: en el año 2018 se eliminó la Línea de Crédito a la Inversión Productiva y el régimen de tasas bonificadas.
- Ley de financiamiento productivo: en mayo de 2018 se reglamentó la ley 27.440 que entre otras cuestiones, autorizaba la titularización de créditos hipotecarios.

Este conjunto de medidas de política económica trajo como resultado una nueva arquitectura institucional en el sistema financiero, el BCRA adoptó como mandato fuerte la estabilidad de precios subordinando al resto de los objetivos expresados en su Carta Orgánica. Para ello no fue necesaria su reforma, aunque se anunció posteriormente como un proyecto de ley, sino que bastó con una interpretación forzada de la enunciación de los objetivos múltiples de la entidad argumentando que estaban redactados en orden de importancia (BCRA, 2015). En este sentido, el BCRA adoptó un régimen de metas de inflación como marco de referencia para su política monetaria, que en la práctica implica un tipo de cambio flotante, desregular el ingreso y egreso de los capitales financieros y fijar la tasa de interés como principal instrumento de política monetaria y en línea con las metas inflacionarias planteadas (Arestis, 2013).

El sentido de todas estas reformas alineadas a las prescripciones del nuevo consenso macroeconómico ortodoxo (Cibilibi y Lo Vuolo, 2004) fue justificado por la necesidad de “volver al mundo”, que en sentido estricto parece que significaba reinsertar nuevamente a la economía argentina en el sistema financiero internacional. El enfoque oficial de Cambiemos sostenía que el estancamiento económico recibido era producto de los desequilibrios

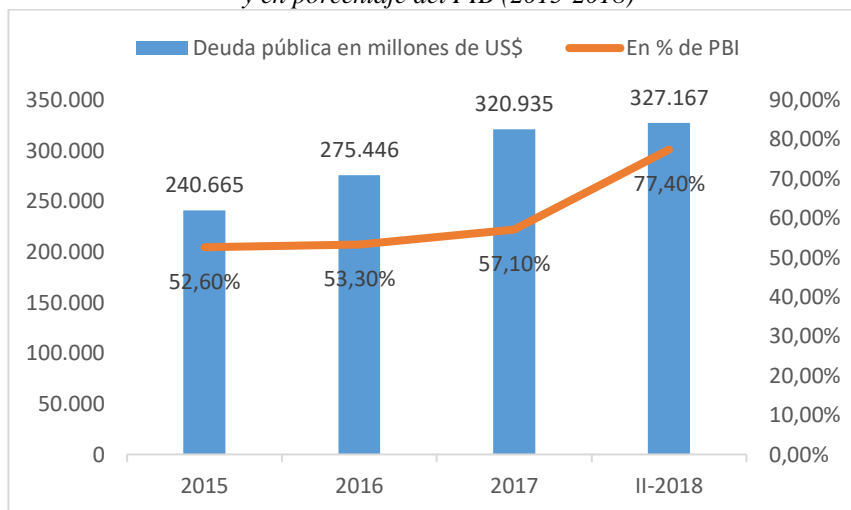
macroeconómicos producidos por una sobre expansión del gasto público, que a partir del déficit fiscal incentivaba un proceso inflacionario creciente. Entonces, para una reducción gradual del déficit sería necesario acceder a los mercados financieros para cerrar la brecha de las cuentas públicas y así poder detener la emisión monetaria que la financiaba (Manzanelli y Barrera, 2018).

Para llevar a cabo este propósito y consolidar el cambio en el régimen de acumulación la condición necesaria era el acuerdo con los fondos buitres, que durante la gestión kirchnerista se había rechazado debido a la vigencia de la cláusula RUFO, aunque a pesar de su vencimiento en diciembre de 2014, el conflicto permaneció irresuelto hasta el final del gobierno y, por ende, el crédito del sistema financiero internacional clausurado (Manzanelli, González y Basualdo, 2017).

El pago a los fondos buitres tuvo lugar a pocos días del acuerdo alcanzado por el Ministro de Finanzas argentino, quien reconoció reclamos por 9.300 millones de dólares y propuso su pago en efectivo. Para ello fue necesario refrendar lo acordado mediante una ley en el Congreso de la Nación, que obtuvo amplia mayoría en ambas cámaras, y autorizar la emisión de nuevos títulos para financiar el pago estipulado (Nemiña y Val, 2018). La emisión de cuatro títulos bajo ley de Nueva York por un total de US\$16.500 millones (Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas, 2016) marcó el inicio de una nueva etapa de endeudamiento y acceso al sistema financiero internacional.

Con respecto al endeudamiento externo y a la dinámica de los flujos de capital el año 2016 marcó un punto de inflexión (Brenta, 2019; Rua y Zeolla, 2018). Desde enero de 2016 hasta septiembre de 2017 Argentina fue el país emergente que más deuda emitió, alcanzando la cifra record de 42.000 millones de dólares, incluso por encima de la República Popular de China (Bloomberg, 2017). Pero si se considera el período abarcado desde el inicio de la gestión hasta el segundo trimestre de 2018, el incremento de la deuda pública alcanzó los 86.500 millones de dólares, y la relación deuda respecto al PIB pasó del 52,6% al 77,4% (gráfico 1).

Gráfico 1. Argentina. Evolución de la deuda pública en millones de dólares y en porcentaje del PIB (2015-2018)

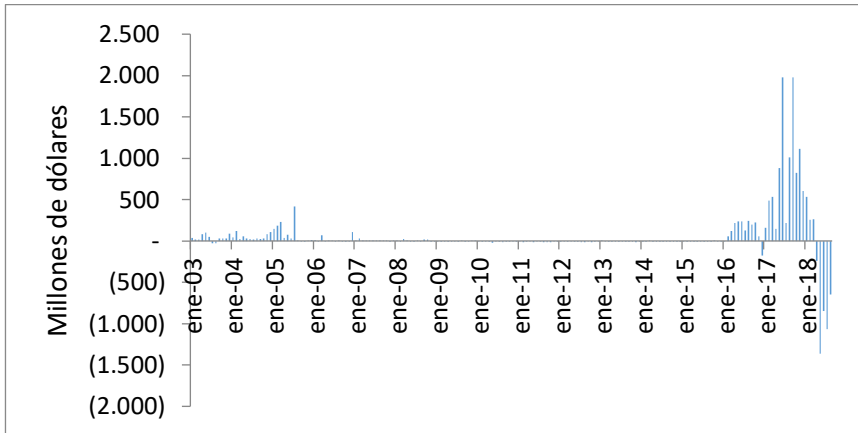


Fuente: Elaboración propia en base a datos de ministerio de Hacienda y Finanzas.

Por su parte, durante las últimas dos décadas, los flujos de capitales financieros de corto plazo hacia los países emergentes, pero en particular a los de la región latinoamericana, mostraron un crecimiento sin precedentes (Kaltenbrunner y Paineira, 2018). En cambio, Argentina se mantuvo al margen de este fenómeno, debido a la vigencia de medidas de control de capitales que exigían encajes y un plazo mínimo de permanencia en el país para las inversiones de portafolio desde el año 2005. Sin embargo, desde fines de 2015 con la eliminación de los requerimientos de encaje y la flexibilización de los plazos de permanencia, que serían eliminados a principios de 2017, los capitales financieros comenzaron a ingresar nuevamente a la economía local (gráfico 2).

Los ingresos de capitales para colocaciones financieras durante el período de la post convertibilidad fueron de escasa magnitud e incluso con saldo negativo en algunos años, pero a partir del año 2016 se observa un crecimiento paulatino que se profundizó en 2017. Mientras para 2015 el acumulado neto fue de 47 millones dólares de salida, para 2016 y 2017 se el ciclo revirtió, y alcanzó un total de 1.539 y 9.933 millones de dólares, respectivamente. Este fuerte ingreso de inversiones de portafolio y cambio

Gráfico 2. Argentina. Inversión de portafolio neta de no residentes, 2003-2018. Acumulado mensual en millones de dólares.



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

de tendencia en el ciclo se explica no solo por la eliminación de las regulaciones macro prudenciales, sino también por las altas tasas de interés que estableció la autoridad monetaria con el argumento de combatir la inflación como objetivo principal.

La afluencia masiva de divisas al país por endeudamiento o por inversiones de portafolio se prolongó hasta principios de 2018. Desde entonces, el gobierno argentino encontró clausurada la posibilidad de financiamiento en los mercados internacionales de crédito y optó por recurrir a la asistencia financiera del FMI en el marco de un nuevo *stand-by* (FMI, 2018). El acelerado endeudamiento, su acotado perfil de vencimiento, y su composición mayoritaria en moneda extranjera pusieron en duda la capacidad de repago de la Argentina, al erosionar todos los indicadores de solvencia (Brenta, 2019), forzando al gobierno a recurrir al prestamista de última instancia con la idea de restaurar la confianza de los mercados.

Ciertamente, este cambio en la forma institucional moneda y sistema financiero estuvo dominado bajo la influencia de las prescripciones del enfoque monetario del balance de pagos. Desde esta óptica se subordina el análisis de la economía real a las variables monetarias, y los déficits externos de las economías obedecen a excesos de oferta de dinero, con lo cual resulta imperioso llevar a cabo políticas monetarias contractivas, como absorber

dinero mediante la emisión de bonos, que en la práctica dan como resultado aumentos de la tasa de interés.<sup>1</sup>

Este nuevo esquema institucional y normativo del sistema financiero local dio lugar a un cambio en los comportamientos de los agentes del sector, tanto del BCRA como de las entidades financieras que este último regula, pero también de las corporaciones económicas no financieras. Desde el punto de vista de la autoridad monetaria, adoptar como marco de referencia un régimen de metas de inflación implicó que la acumulación de reservas internacionales producto del endeudamiento externo y del ingreso masivo de capitales financieros, redundara en la necesidad de esterilizar los pesos excedentes mediante instrumentos financieros de corto plazo, que durante los primeros dos años de gobierno se materializaron en colocaciones de Lebac. De esta forma, durante el período en cuestión se observó un incremento sustancial en la cantidad de Lebac emitidas que fue en paralelo a la acumulación de reservas internacionales<sup>2</sup> (gráfico 3).

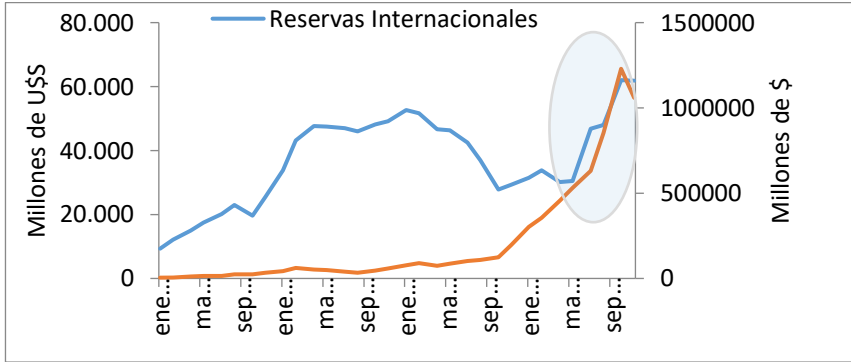
El monto de las reservas internacionales al momento de asumir el nuevo gobierno en diciembre de 2015 era de 25.000 millones de dólares, mientras que poco después de dos años alcanzaban a 63.000 millones de dólares en enero de 2018, cifra que se mantuvo más o menos constante hasta abril del mismo año cuando comenzó el declive luego de la negativa del mercado financiero internacional de continuar financiando al Estado argentino. Por su parte, el stock de Lebac para diciembre de 2015 ascendía a 330.000 millones de pesos argentinos, y al cabo de un año más que se duplicó alcanzando los 705.000 millones de pesos para luego llegar al record de 1.250.000 millones de pesos en abril de 2018.

---

<sup>1</sup> En Brenta (2006) pueden verse las implicancias históricas de la implementación de programas económicos que entienden los problemas de restricción externa a través del enfoque monetario del balance de pagos, en particular para países en desarrollo como Argentina. También pueden profundizarse los fundamentos teóricos que sustentan dicho enfoque.

<sup>2</sup> Así como el endeudamiento externo y la afluencia de capitales financieros de corto plazo permitieron la acumulación de reservas internacionales por parte del BCRA, también el ingreso de gran parte de estas divisas, conjuntamente con las desregulaciones financieras, permitieron la fuga masiva de capitales y replicar un nuevo ciclo de endeudamiento y fuga característicos de la etapa de la valorización financiera del último cuarto de siglo XX (Basualdo, 2001). Para profundizar, ver Rúa y Zeolla (2018), y Basualdo (2017).

Gráfico 3. Argentina. Evolución del stock de reservas internacionales y de Lebac's, 2015-2018



Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

Desde el sector privado, gran parte de las corporaciones no financieras reaccionaron a esta situación apalancándose mediante la emisión de obligaciones negociables y luego reinvertiendo parte de los fondos obtenidos en Lebac's, dado que el costo del financiamiento estuvo fijado entre el 4% y el 9% en dólares, mientras que los instrumentos del BCRA brindaron rendimientos en torno al 15% para el período (Manzanelli et al., 2017). Este mecanismo de *carry trade* fue posible por la apreciación del tipo de cambio durante el período posterior a la depreciación de la moneda en diciembre de 2015 y que perduró hasta mayo de 2018 cuando se produjo una nueva depreciación. En este sentido y según el Banco de Pagos Internacionales (BPI), el endeudamiento corporativo no financiero para el período más que se duplicó, pasando de un total de 8.500 millones de dólares a fines de 2015 hasta 19.800 de dólares millones en el segundo trimestre de 2018 (Bank of International Settlements, noviembre 2019).

El comportamiento del sector bancario fue similar al referido para las corporaciones no financieras pero con efectos más profundos en la economía argentina por la naturaleza de su actividad y la implicancia en el nivel y direccionamiento del crédito doméstico. Desde entonces, se replicó el comportamiento descrito por Kaltenbrunner y Paineira (2018) para gran parte de las economías latinoamericanas, en particular para Brasil, México, Colombia y Chile, todas con una política monetaria bajo un régimen de metas de inflación.

Este consistió en un proceso de financiarización de los bancos y de los hogares como producto de la inserción subordinada al sistema financiero internacional. La acumulación de reservas descrita anteriormente, reflejo de

la integración subordinada, y la posterior esterilización a través de las Lebac, dio lugar a un incremento de los activos líquidos de corto plazo en poder de los bancos locales, privados y públicos. Como puede observarse en el cuadro 1, a partir de la política de esterilización del BCRA, las entidades financieras comenzaron a destinar una parte mayor de los depósitos a títulos de corto plazo, que son sumamente líquidos porque pueden convertirse en efectivo rápidamente en el BCRA a un bajo costo, pero, a diferencia del efectivo, devengan interés, y aumentan la rentabilidad del sector. A diciembre de 2015, el total de títulos de corto plazo representaba el 19,2% de los depósitos, pero para marzo de 2018 este ratio alcanzaba el 25,6%, es decir, un aumento de más de 6 puntos porcentuales en poco más de dos años.

*Cuadro 1. Argentina. Títulos de corto plazo del BCRA en poder de entidades financieras como porcentaje de los depósitos bancarios, 2015-2018*

	dic-15	dic-16	dic-17	mar-18
Títulos del BCRA/ depósitos bancarios	19,2%	21,7%	22,8%	25,6%

Nota: En el total de títulos se incluyen Lebac y Leliqs (Letras de Liquidez del Banco Central).

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

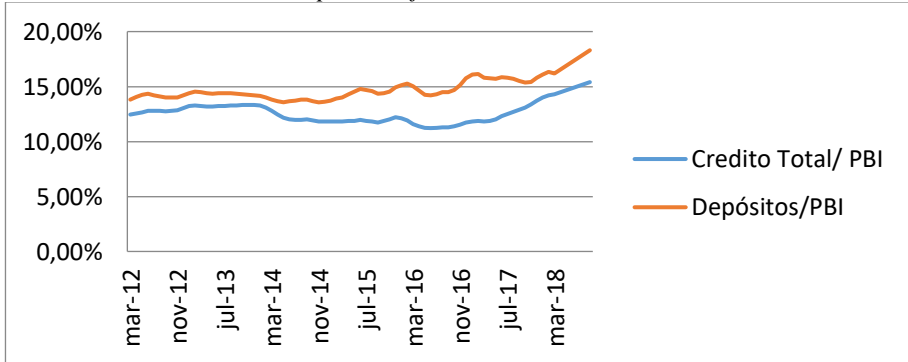
Este incremento de los títulos líquidos en el activo de los bancos estimuló la confianza de éstos para incrementar sus pasivos y, mediante sus técnicas de gestión de cartera, captaron fondos en los mercados financieros a través de la emisión de obligaciones negociables. Mientras que el promedio mensual de colocación durante 2015 no superaba los 2.000 millones de pesos, los montos para 2016 y 2017 fueron mucho más elevados, alcanzando un promedio mensual de 4.500 y 5.200 millones de pesos, respectivamente. El año 2018 arrancó con un ritmo aun mayor, ya que el acumulado al mes de abril alcanzaba los 42.000 millones de pesos. Necesariamente, para calzar sus obligaciones con sus activos líquidos de corto plazo, estas colocaciones no podían tener plazos muy extensos y, en promedio, asumieron un vencimiento no mayor a los treinta meses (BCRA, 2018).

El incremento de las colocaciones de obligaciones negociables permitió que los bancos se hicieran de los fondos necesarios para continuar expandiendo el crédito destinado al sector privado cuando los depósitos



bancarios habían comenzado a mermar su dinamismo. Luego de la caída del crédito total del primer semestre de 2016, el saldo crediticio destinado al sector privado creció de forma constante hasta el primer semestre de 2018, pasando del 12,2% del PIB en diciembre de 2015 al 15,4% para junio de 2018 (BCRA, 2018).

*Gráfico 4. Argentina. Saldo del crédito y depósitos del sector privado como porcentaje del PIB, 2012-2018*

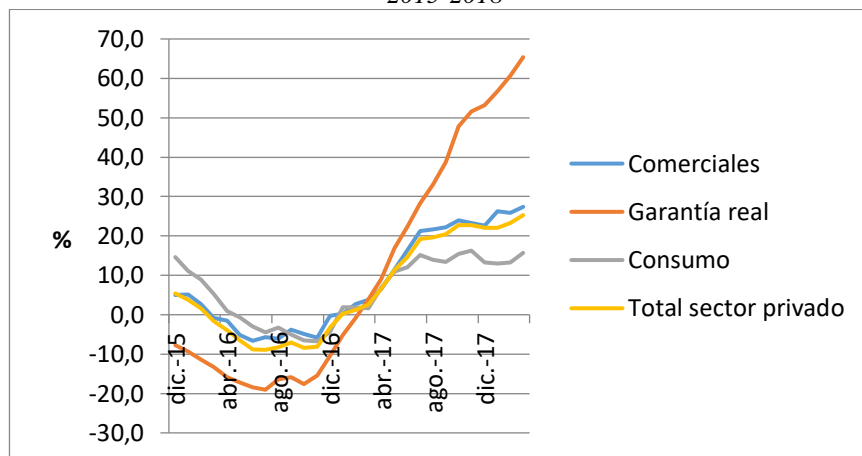


Fuente: Elaboración propia con datos del BCRA.

A pesar del fuerte crecimiento del crédito en la economía local (gráfico 4), este aún era sumamente bajo en el primer semestre de 2018, comparado con los países de la región, donde el promedio para América Latina era 48% del PIB excluyendo a Argentina (BCRA, 2018). En este sentido, es evidente que el desarrollo del mercado financiero es necesario para incentivar el proceso de acumulación de capital y potenciar el crecimiento de la economía local. Pero el reciente desarrollo del crédito en Argentina, fue destinado principalmente a financiar a los hogares, sobre todo a través de los créditos con garantía real que mostraron una tasa de crecimiento muy por encima del promedio total y del resto de los rubros (gráfico 5). Los préstamos hipotecarios a las familias acumularon un incremento de 200% a marzo de 2018, el 68% de ellos bajo la modalidad UVA.<sup>3</sup>

<sup>3</sup> Es menester destacar que en mayo de 2018 el gobierno reglamentó la Ley de Financiamiento Productivo (Ley N° 27.440) que disponía la nueva arquitectura legal que permite la titulación de las hipotecas en un nuevo activo plausible de venta en el mercado financiero. Esto, a su vez, habría dado la posibilidad a los bancos de obtener más financiamiento para continuar expandiendo el crédito y replicar los comportamientos que dieron lugar al auge de los créditos hipotecarios en los países centrales (Roldan Dessy, 2014).

Gráfico 5. Argentina. Variación interanual del crédito al sector privado por rubro, 2015-2018



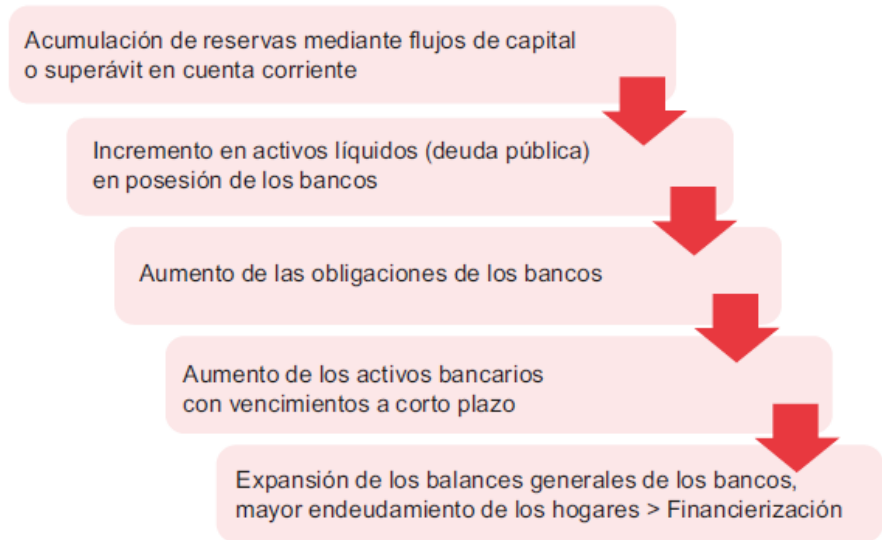
Nota: Comerciales incluye: adelantos, documentos, bienes en locación financiera y prefinanciación a la exportación. Garantía real: hipotecarios y prendarios. Consumo: tarjetas y personales.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del BCRA

La expansión del crédito direccionado a las familias es consistente con la experiencia que muestran los países de la región que desarrollaron este fenómeno de financiarización subordinada (Guzman, Baltazar, y Rosas, 2018; Kaltenbrunner y Paineira, 2018), del que Argentina se había mantenido relativamente al margen, ya que en esos casos el crédito destinado a los hogares creció sustancialmente pero en detrimento del crédito productivo, con lo cual la expansión del crédito no contribuyó a la acumulación de capital productivo que podría haber derivado un sendero de crecimiento hacia el desarrollo en esos países. Incluso, en Argentina, la mayor parte del crédito destinado a actividades productivas estaba explicada por las líneas de crédito regulado a través de la Línea de Crédito para la Inversión Productiva y por el régimen de tasas bonificadas, que fueron discontinuados en 2018.

Amodo de resumen puede afirmarse a partir del análisis precedente que el período iniciado en la Argentina en diciembre de 2015 con la asunción del gobierno de la alianza Cambiemos inició un proceso de financiarización que implicó cambios profundos en el comportamiento de los distintos actores económicos, que se sintetiza en el diagrama 1.

Diagrama 1: Proceso de financiarización subordinada



Fuente: Kaltenbrunner y Paineira (2018)

Este proceso fue acompañado por un cambio en la correlación de fuerzas entre el capital y el trabajo que trajo aparejado un deterioro de los ingresos de los hogares, ya sea mediante la caída de los salarios reales o por la pérdida de poder adquisitivo de las jubilaciones y pensiones, ellos fueron compensados, en parte, por el mayor endeudamiento de las familias, lo que permitió expandir el consumo durante 2017 y el primer semestre de 2018, esto a su vez impulsó el crecimiento de la economía en su conjunto.

### *Apuntes acerca de la transformación de la relación salarial en el contexto de financiarización*

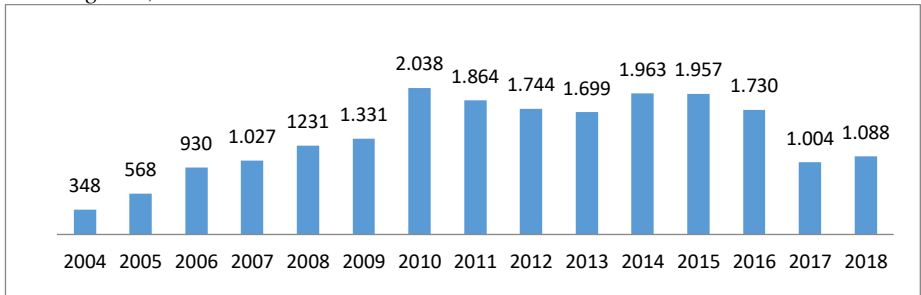
En sintonía con el proceso de financiarización subordinada, gran parte de los efectos que una economía financiarizada provoca en la relación salarial pueden encontrarse en Argentina en el período 2016-2018. Según Salama (2018) vivimos en un mundo

donde el crecimiento de las finanzas es acompañado de una creciente desigualdad de ingresos, de una mayor precarización de los empleos, de una importante desafiliación sindical y de una tendencia al estancamiento de los salarios reales (p. 15).

Asimismo, Boyer (2014) argumenta que en este tipo de economías financierizadas gran parte de la incertidumbre que ellas mismas generan es asumida por la fuerza de trabajo a través de ajustes más rápidos del empleo, flexibilidad laboral y menos beneficios de la seguridad social, pero la financierización compensa parcial o totalmente esta tendencia adversa, ya que atenúa transitoriamente las restricciones presupuestarias de los hogares (p. 55).

Desde el cambio de gestión en diciembre de 2015 comenzó una transformación en la relación salarial que puede conceptualizarse como una transición de una relación salarial de tipo monopólica, aunque con heterogeneidades, hacia una forma competitiva. En donde se observa que “aumentaron el desempleo, el subempleo, la inactividad, la informalidad laboral y la precarización de la relación salarial” (Neffa, 2017, p. 196). También se vislumbra una tendencia hacia la determinación salarial por medio de los mecanismos de mercado, en detrimento del fomento por parte del Estado de establecer las remuneraciones salariales y las condiciones de trabajo por medio de paritarias libres entre los sectores representantes del capital y organizaciones sindicales. Este cambio se evidencia en la disminución del número de acuerdos y convenios colectivos homologados por el Ministerio de Trabajo, reducidos en un 44% en el año 2018 con respecto a 2015.

Gráfico 6: Argentina. Número de Acuerdos y Convenios Colectivos de Trabajo homologados, 2004-2018



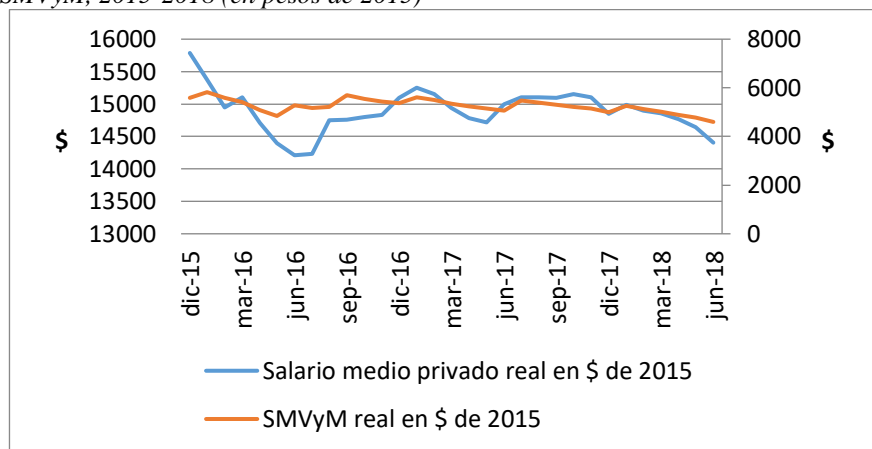
Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Producción y Trabajo.

Otra característica propia de esta transición fue el cambio en la indexación salarial. En el régimen de la post convertibilidad los convenios eran celebrados teniendo en cuenta a la inflación del período anterior, para asegurar una recuperación del poder adquisitivo del salario perdido a causa del incremento de precios. En cambio, desde 2016 existió la pretensión por parte del gobierno que los salarios se negocien tomando como referencia la inflación futura que era la que determinaba el BCRA como meta inflacionaria (BCRA, 2016).

Dado que la inflación real fue sistemáticamente superior a las metas establecidas por el BCRA, los salarios mostraron una caída en términos reales que para junio de 2018 alcanzaba el 9% con respecto a diciembre de 2015, solo considerando los del sector privado registrado, a pesar de la introducción de las cláusulas de revisión o *gatillo* solicitadas por los gremios del trabajo. En los salarios del sector público y en el informal el deterioro del poder adquisitivo fue aún mayor (Montecchia, 2018). Por un lado, los acuerdos logrados por los trabajadores públicos siempre fueron por debajo de los del sector privado y, el Salario Mínimo Vital y Móvil (SMVyM), que en muchos casos es utilizado como referencia para la determinación de los salarios informales, se deterioró más que el salario del sector privado formal, dado que la magnitud de la caída en términos reales para junio de 2018 era del 18%.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Se utiliza la remuneración nominal promedio de los trabajadores registrados del sector privado de la serie del Ministerio de Producción y Trabajo, el SMVyM nominal, y se deflacta por IPC-BA.

Gráfico 7: Argentina. Evolución del salario medio real del sector privado y del SMVyM, 2015-2018 (en pesos de 2015)



Nota: Para el salario nominal se utilizó la remuneración normal y permanente excluyendo aguinaldo y otros conceptos estacionales y, como el SMVyM, se deflactó por el IPC-BA.

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Ministerio de Producción y Trabajo y la Dirección General de Censos y Estadística de la Ciudad de Buenos Aires.

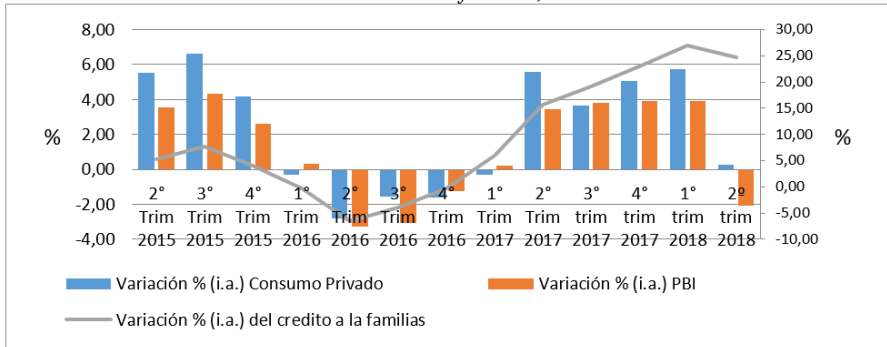
En el sistema previsional, los ingresos de los beneficiarios y perceptores de ingresos de la Administración Nacional de Seguridad Social (ANSES) también vieron deteriorado su poder de compra. La jubilación mínima, cuando se compara el haber promedio de 2015 contra el de 2016-2017, refleja una caída del 6,8% en términos reales; pero la peor caída se presenta a partir del año 2018 cuando entró en vigencia la modificación de la fórmula de actualización de haberes aprobada mediante la ley 27.416 a finales del año 2017 (CEPA, 2018). Un recorrido similar presentó el haber correspondiente a la Asignación Universal por Hijo (AUH), actualizado con la misma fórmula que las jubilaciones y pensiones.

En conclusión, la particularidad de esta nueva forma de la relación salarial es que el deterioro de los salarios reales, los haberes jubilatorios y de los programas sociales debería haber reflejado una caída en el consumo privado durante el período en análisis como resultado de la pérdida de poder adquisitivo, ello se verificó en 2016 con caídas interanuales en todos los trimestres, incluso hasta el primero de 2017. Sin embargo, desde el segundo trimestre de 2017 el consumo privado registró incrementos i.a. durante cinco trimestres consecutivos a una tasa promedio del 4%, alcanzado el máximo de 5,7% en el primer trimestre de 2018.

Esta recuperación del consumo no resultó de mejoras en los ingresos de los hogares dado que durante 2017 y 2018 los salarios continuaron perdiendo poder adquisitivo o, en el mejor de los casos, permanecieron estancados, y las jubilaciones mostraron una leve recuperación en 2017 pero en el primer semestre de 2018 continuaron con la caída iniciada en 2016. Sin embargo, como anticipamos en la sección precedente, este crecimiento se explica por el fuerte incremento que desde el primer trimestre de 2017 mostró el crédito bancario destinado a las familias y que se mantuvo hasta junio de 2018 a una tasa promedio de 19% en términos reales (BCRA, 2018), situación inédita al menos en el pasado reciente de la historia económica argentina.

De esta forma, en el gráfico 8 se observa cómo la reacción del consumo privado fue coincidente con el despegue del crédito, y cuando este detuvo su crecimiento comenzó la caída del consumo. A su vez, la trayectoria del PIB muestra el mismo comportamiento que el consumo privado, ello evidencia un ciclo de crecimiento económico impulsado por las finanzas.

*Gráfico 8. Argentina. Variación porcentual del consumo privado, el PIB y el crédito bancario destinado a las familias, 2015-2018*



Fuente: Elaboración propia en base a datos de Indec y BCRA

## Reflexiones finales

El análisis presentado permite concluir que desde diciembre de 2015 comenzaron a implementarse en Argentina profundos cambios regulatorios y de política económica que dieron lugar a un cambio en el modo de regulación respecto al de la post convertibilidad. Ellos colocaron a la moneda en el lugar jerárquico de la configuración institucional, y la relación salarial

ocupó un lugar subordinado funcionando como variable de ajuste del nuevo régimen emergente.

Los principales cambios introducidos en la forma institucional moneda y sistema financiero insertaron a la Argentina en los mercados financieros internacionales nuevamente, y desde entonces, comenzó un ciclo de ingreso de divisas por endeudamiento externo y por inversiones de portafolio que engrosaron las reservas del BCRA. Pero la administración de la política monetaria bajo un régimen de metas de inflación obligó a esterilizar los pesos excedentes por el cambio de divisas a través de Lebacks, creando un stock creciente de ellas que permitió durante el período establecer un mecanismo de *carry trade*.

Asimismo las transformaciones introducidas en el sector financiero dieron lugar a un cambio en el comportamiento de los distintos agentes económicos, pero en particular de los del sector bancario. A través de un cambio en la composición de sus activos, sustituyendo efectivo por títulos de corto plazo del BCRA, se inició un proceso que permitió la expansión del crédito al sector privado, pero principalmente el destinado a los hogares mediante crédito de garantía real y de consumo.

La relación salarial también manifestó grandes cambios con respecto al período de la post convertibilidad. Esta ruptura se puede conceptualizar como una transición desde una relación salarial que adquirió características semejantes a lo que desde la teoría de la regulación se denomina una relación salarial monopólica, hacia una relación salarial asimilable a una forma competitiva. En ella, se desincentivaron los acuerdos y convenios colectivos, se deterioraron los salarios en general, pero con mayor profundidad en los estratos bajos (SMVyM), se precarizaron las relaciones laborales, y los ingresos de todos los beneficiarios y perceptores de ingresos de la ANSES perdieron poder de compra.

Sin embargo, este deterioro logró ser compensado, al menos parcialmente, mediante el crédito a los hogares y su consiguiente endeudamiento, que permitió el crecimiento del consumo privado desde el primer trimestre de 2017 hasta el segundo de 2018, impulsando el crecimiento del PIB durante el período.

En síntesis, estas transformaciones dieron lugar a un breve período de crecimiento económico que perduró solo cinco trimestres consecutivos, con características propias a las de un régimen de acumulación impulsado por las finanzas. Pero con la particularidad de estar subordinado al flujo positivo de divisas provenientes del endeudamiento externo y del ingreso de capitales financieros, ya que cuando el financiamiento externo fue clausurado, el proceso de crecimiento se detuvo y dio paso a una recesión económica.



## Lista de referencias

- Aglietta, M. (2000). La globalización financiera. *Finanzas, inversión y crecimiento*, 59, 1-14. Recuperado de: <http://www.sinpermiso.info/textos/laglobalizacin-financiera>, acceso 1 de abril de 2016.
- Arestis, P. (2013). Metas de inflación: un enfoque crítico. *Investigaciones económicas, BCRA*.
- Arrighi, G. (1999). El largo siglo XX. Dinero y poder en los orígenes de nuestra época. Madrid: Akal.
- Banco Central de la República Argentina (17 de diciembre de 2015). Comunicación “A” N° 5850. Mercado único de cambios. Buenos Aires.
- Banco Central de la República Argentina (17 de diciembre de 2015). Comunicación “A” N° 5853. Tasas de interés en las operaciones de crédito. Financiaciones sujetas a regulación de tasa de interés por parte del Banco Central de la República Argentina. Depósitos e inversiones a plazo. Tasa pasiva mínima. Efectivo mínimo. Protección de los usuarios de servicios financieros. Servicios complementarios de la actividad financiera y actividades permitidas. Adecuaciones. Buenos Aires,.
- Banco Central de la República Argentina (14 de diciembre de 2015). *Discurso de inicio y lineamientos de gestión, Federico Sturzenegger*. Buenos Aires.
- Banco Central de la República Argentina (2016). *Objetivos y planes respecto al desarrollo de la política monetaria, cambiaria, financiera y crediticia para el año 2017*. Buenos Aires.
- Banco Central de la República Argentina (2017). *Medidas adoptadas*. Disponible en [http://www.bcra.gov.ar/Institucional/Medidas\\_adoptadas.asp](http://www.bcra.gov.ar/Institucional/Medidas_adoptadas.asp)
- Banco Central de la República Argentina (2018). *Informe de Estabilidad Financiera. Primer Semestre de 2018*. Buenos Aires.
- Bank of International Settlements (noviembre 2019). Analysis of the 2018 Red Book Statistics Disponible en [https://www.bis.org/statistics/payment\\_stats.htm?m=6%7C36](https://www.bis.org/statistics/payment_stats.htm?m=6%7C36)
- Basualdo, E. (2001). *Sistema político y modelo de acumulación en la Argentina. Notas sobre el transformismo argentino durante la valorización financiera (1976-2001)*. Buenos Aires: Universidad Nacional de Quilmes.
- Becker, J. Jager, J., Leubolt, B. y Weissenbacher, R. (2010) Peripheral financialization and Vulnerability to Crisis: A Regulationist Perspective. *Competition and change*, 14(3-4), 225-247. Doi: 0.1179/102452910X12837703615337
- Bonizzi, B. (2013). Financialization in developing and emerging countries. *International Journal of Political Economy*, 42(4), 83-107.
- Boyer, R. (2000). Is a financial-led growth regime a alternative to Fordism? A preliminary analysis. *Economy and society*, 29(1), 111-145.
- Boyer, R (2009). Feu le régime d’accumulation tiré par la finance: La crise des subprimes en perspective historique. *Revue de la régulation*, 5. Recuperado de: <https://journals.openedition.org/regulation/7367>
- Boyer, R. (2014) *Los Mundos de la desigualdad. Un análisis a partir de la teoría de la regulación y una respuesta a Thomas Piketty*. Buenos Aires: Editorial Octubre.
- Brenta, N. (2006). El rol del fondo monetario internacional en el financiamiento externo de la Argentina y su influencia sobre la política de ajuste del balance de pagos entre 1956 y 2003. Tesis de Doctorado. Universidad de Buenos Aires.
- Brenta, N. (2019). *Historia de la deuda externa argentina: de Martínez de Hoz a Macri*. Buenos Aires: Capital Intelectual.

- Carta Orgánica del Banco Central de la República Argentina.
- CEPA, (2018). Los jubilados siguen perdiendo poder adquisitivo. Análisis comparado de las jubilaciones mínimas en Argentina, período 2015-2017.
- Chena, P. Tupac Panigo, D., Wahren, P. y Bona, L. (2018). Argentina (2002-2015): Transición Neomercantilista, Estructuralismo a la Diáman y Keynesianismo con restricción externa. *Semestre Económico*, 21(47), 25-59.
- Chesnais, F. (2003). La teoría del régimen de acumulación financiarizado: contenido, alcance e interrogantes. *Revista de Economía Crítica*, 1, 37-72.
- Cibilis, A. y Lo Vuolo, R. (2004). Régimen de metas de inflación: ¿el nuevo consenso ortodoxo en política monetaria? Documento de Trabajo N° 41, Centro Interdisciplinario para el Estudio de Políticas Públicas.
- Damill, M. y Frenkel, M. (2013). La economía argentina bajo los Kirchner: una historia de dos lustros. En C. Gervasoni y E. Peruzzotti (Eds.), *¿Década ganada? Evaluando el legado del kirchnerismo*. Buenos Aires: Debate.
- De Angelis, I., Calvento, M., Roark, M. (2013). ¿Hacia un nuevo modelo de desarrollo? Desde la teoría de la regulación. Argentina 2003-2010. *Revista Problemas del Desarrollo*, 173 (44), 31-56.
- Decreto 893/17 [Presidente de la Nación]. (2 de noviembre de 2017). Modificación de normas relativas a mercado de cambios, Boletín Oficial, Buenos Aires.
- Duménil, G. y Lévy, D. (2011). *The crisis of neoliberalism*. Cambridge: Harvard University Press.
- Epstein, G. (Ed.). (2005). *Financialization and the World Economy*. MA, USA: Edward Elgar.
- Fondo Monetario Internacional, (2018). Request for stand-by arrangement—Press Release and Staff Report (Reporte No. 18/219). Washington, D.C.
- Guzman, J., Baltazar, J y Rosas, E. (2018). Evaluación del proceso de liberalización financiera en términos del crédito otorgado por la banca comercial al sector privado. Los casos de Argentina, Brasil y México (1990-2017). *Revista Administración y Finanzas*, 5 (15), 1-11.
- Jessop, B. (2013). Revisiting the Regulation Approach: Critical Reflections on the Contradictions, Dilemmas, Fixes and Crisis Dynamics of Growth Regimes. *Capital and Class*, 37(1), 5-24.
- Kaltenbrunner, A. & Paineira, J. P. (2018). Financierización en América Latina: implicancias de la integración financiera subordinada. (pp. 33-61). En M. Abeles, E. Pérez Caldentey y S.Valdecantos (Eds.). *Estudios sobre financierización en América Latina*, Libros de la CEPAL, N° 152. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Kulfas, M. (2016). Los tres kirchnerismos. Una historia de la economía argentina, 2003-2015. Buenos Aires: Siglo XXI Editores.
- Lapavistas, C. (2009). Capitalismo financiarizado. Crisis y expropiación financiera. En C. Lapavistas y C. Morera (coords.), *La crisis de la financiarización* (pp. 33-90). México: UNAM, Instituto de Investigaciones Económicas.
- Ley 26.739, Banco Central de la República Argentina. Modifícase la Carta Orgánica. Buenos Aires, Boletín Oficial, 28 de marzo de 2012.
- Ley 27.426, Reforma Previsional. Boletín Oficial, Buenos Aires, 28 de diciembre de 2017.
- Ley 27.440, de Financiamiento Productivo. Boletín Oficial, Buenos Aires, 11 de mayo de 2018.
- Manzanelli, P. y Barrera, M. (2018). Deuda externa y corrida cambiaria. Un análisis del gobierno de Cambiemos en perspectiva histórica. *Cuadernos de Economía Crítica*, 5(9), pp. 17-44.

- Manzanelli, P. y Basualdo, E. (2016). Régimen de acumulación durante el ciclo de gobiernos kirchneristas. Un balance preliminar a través de las nuevas evidencias empíricas de las cuentas nacionales. *Realidad Económica*, 304, 6-40.
- Manzanelli, P., Gozález, M. y Basualdo, E. (2017). La primera etapa del gobierno de Cambiemos. El endeudamiento externo, la fuga de capitales y la crisis económica actual. (pp. 179-201). En E., Basualdo (Ed.). *Endeudar y fugar: Un análisis de la historia económica argentina de Martínez de Hoz a Macri*. Ciudad Autónoma de Buenos Aires: Siglo XXI Editores Argentina.
- Ministerio de Hacienda y Finanzas Públicas de la Nación (22 de abril de 2016). Comunicado de prensa “Argentina sale del default tras el levantamiento de las medidas cautelares y deja atrás el litigio con los holdouts”.
- Ministerio de Hacienda. (4 de enero de 2017). Resolución N° 1-E/2017. Mercado Cambiario.
- Miotti, L. (2018) ¿Existe un Régimen de Acumulación Financierizado en América Latina? Un análisis desde la escuela de la regulación. (pp. 69-93). En M. Abeles, E. Pérez Caldentey y S. Valdecantos (Eds.). *Estudios sobre financierización en América Latina*. Libros de la CEPAL, N° 152. Santiago de Chile: Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Montecchia, A. (2018). Financierización del régimen de acumulación en Argentina. Un análisis desde la Teoría de la Regulación para el período 2016-2018. (Tesis de Licenciatura), Universidad Nacional de Mar del Plata.
- Neffa, J. (1998). Modos de regulación, regímenes de acumulación y sus crisis en Argentina (1880-1996). Una contribución a su estudio desde la Teoría de la Regulación. Buenos Aires: Editorial Universitaria de Buenos Aires.
- Neffa, J. (2004). La forma institucional relación salarial y su evolución en Argentina desde una perspectiva de largo plazo. En R. Boyer y J.C. Neffa (coords). *La economía argentina y sus crisis (1976-2001): visiones institucionalistas y regulaconistas*. (pp.106-173). Buenos Aires: CEIL-PIETTE, Miño Dávila Editores.
- Neffa, J. (2012). La evolución de la relación salarial durante la post convertibilidad. *Les capitalismes de Amérique latine. De l'économique au politique*, 11.
- Neffa, J. (2017). El contexto socioeconómico actual. *Cuadernos del Cendes. Dossier: Argentina durante la postconvertibilidad*. 34(95), pp. 189-205.
- Orhangazi, O. (2008). *Financialization and the US economy*. Massachusetts: Edward Elgar Publishing.
- Powell, J. (2013). Subordinate Financialisation: A Study of Mexico and Its Non- financial Corporations. PhD thesis, SOAS, University of London. <http://eprints.soas.ac.uk/17844>
- Roldan Dessy, J. (2014). La titulización de las hipotecas y la crisis. Universidad Pontificia de Madrid.
- Rua, M. y Zeolla, N. (2018). Desregulación cambiaria, fuga de capitales y deuda: la experiencia argentina reciente. *Problemas del Desarrollo*, 49(194).
- Salama, P. (2001). La financierización excluyente: las lecciones que brindan las economías latinoamericanas. En F. Chesnais (Ed.), *La mundialización financiera. Génesis, costo y desafíos* (pp. 73-113). Buenos Aires: Editorial Losada.
- Salama, P. (2018). Prólogo. En M. Schor y A. Wainer (Eds.). *La financierización del capital. Estrategias de acumulación de las grandes empresas en Argentina, Brasil, Francia y Estados Unidos*. Buenos Aires: Futuro Anterior Ediciones.
- Stockhammer, E. (2012). Financialization, income distribution and the crises. *Investigación Económica*, 71 (279), 39-70.